

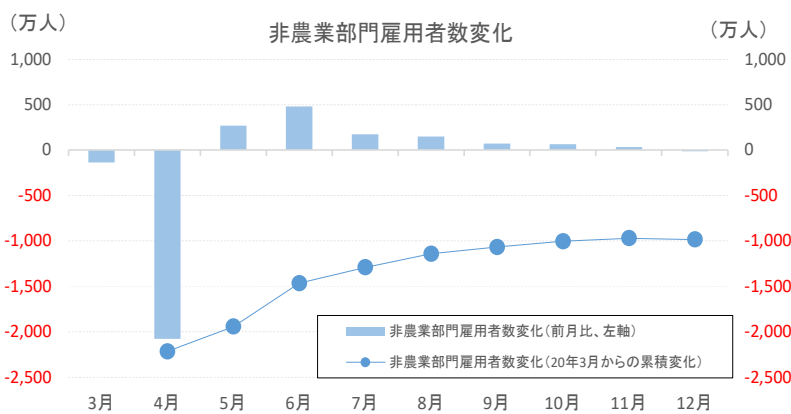
みずほマーケット・トピック(2021 年 1 月 12 日)

米 12 月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～

米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)が前月比▲14 万人減少し、8 か月ぶりに前月比減に転じた。この期に及んでまだ雇用が減るという事実は重い。平均時給の急伸は相対的に低賃金の労働者が労働市場から退出した結果だ。失業率は横ばいだが、コロナ禍で生じた統計上の「歪み」を是正すると公表値から 0.6%ポイント程度悪化するとの分析も注記されている。依然として長期失業者割合は上昇傾向にあり、労働参加率も過去最低圏で推移している。もはや、雇用統計はヘッドラインで流れる NFP の変化幅や失業率、平均時給だけを見ていれば良いものではない。12 月雇用統計に敢えて薄日を見出すとすれば、あくまで特定業種に引きずられた格好での悪化というポイント。12 月、民間部門全体では前月比▲9.5 万人と昨年 4 月以来の減少であったが、財生産部門全体ではむしろ雇用は増えた。片や、サービス部門全体では急減しており、これはほぼ外食産業の惨状に引きずられた結果だ。12 月雇用統計の弱さは外食産業に起因していると言って差し支えない。2020 年通年の雇用喪失は▲937.4 万人で過去最悪。

～米 12 月雇用統計の読み方～

米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比▲14 万人減少し、8 か月ぶりに前月比減に転じた。小幅の増勢を見込んでいた市場予想の中心(同+0.5 万人)を裏切る格好となったものの、10 月分が同+61.0 万人から同+65.4 万人へ、11 月分が同+24.5 万人から同+33.6 万人へ、2 か月分で合計+58.1 万人上方修正されている。



ゆえに、過去 3 か月の雇用変化の「量」という意味では大きなダメージはないように見える。だが、この期に及んでまだ雇用が減るという事実は重い。

また、平均時給が同+0.8%と前月の同+0.3%から急伸しているが、時給の伸び幅が単月で 3 倍弱になるのは普通ではない。外食産業などを中心として相対的に低賃金の労働者が労働市場から退出したことが影響していると考えるべきだろう。失業率は 6.7%で横ばいだが、労働参加率も 61.5%と史上最低圏で推移しており、労働市場から退場する層が増えることで見かけ上の失業率が悪化していないのだと考えられる(過去 4 週間、求職活動をしていなければ失業者とは定義されない)。

～もっと高い真の失業率～

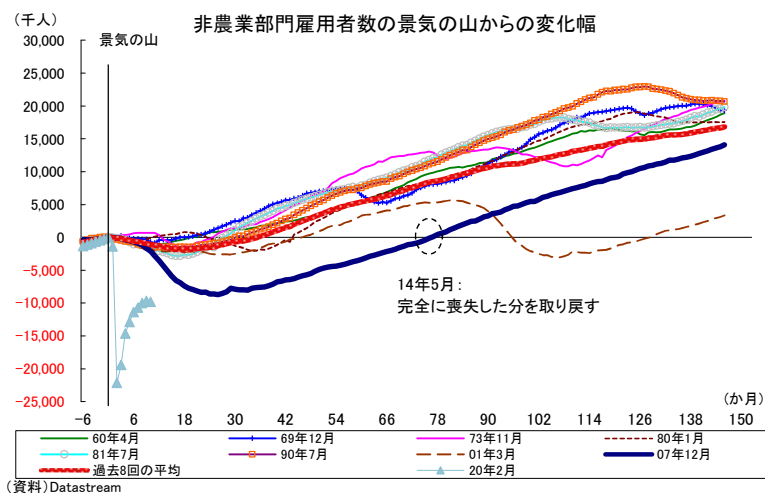
今回の雇用統計には BOX 欄に「Coronavirus (COVID-19) Impact on December 2020 Establishment and Household Survey Data」と題し、同統計に対する雇用統計への影響が議論されている。昨年 3 月以降、雇用統計における家計調査ではコロナによる一時的な閉店や縮小によって休職中の就業者を一時的なレイオフとして失業者にカウントしてきている。しかし、コロナ初期においては一時的なレイオフによる失業者が「働いていないが、就業している者」として誤分類されている層が多かったという。つまり、実態よりも就業者を多く、失業者を少なくカウントしていることになるので、その分、公表値としての失業率は下がることになる。3 月から 11 月までの間で 11 月に近づくほど誤分類は少なくなったとされているが、それでも公表値の「歪み」は放置されていることになる。この「歪み」を是正した場合の 12 月失業率は公表値よりも 0.6%ポイントも高い 7.3%だという分析も披露されている。もはや、雇用統計はヘッドラインで流れる NFP の変化幅や失業率、平均時給だけを見ていれば良いものではなくなったと言えるだろう。

～特定業種に集中する負担～

12 月雇用統計に敢えて薄目を見出すとすれば、あくまで特定業種に引きずられた格好での悪化という理解は可能である。12 月、民間部門全体では前月比▲9.5 万人と昨年 4 月以来の減少であった。ちなみに前月は同+41.7 万人なので様変わりである。この中身を紐解いていくと、業種ごとのコントラストが目を引く。まず、財生産部門 (Goods-producing) 全体では同+6.7 万人から同+9.3 万人にむしろ増勢が強まっている。建設は同+2.9 万人から同+5.1 万人へ増え、製造業も同+3.8 万人と前月の同+3.5 万人から横ばいである。片や、サービス部門 (Private service-providing) 全体では同+35.0 万人が同▲+18.8 万人と急減している。小売業は同▲2.1 万人から同+12.1 万人と年末商戦の勢いを背に急増しているが、余暇・娯楽 (Leisure and hospitality) が同+7.5 万人から同▲49.8 万人へ急減しており、これがサービス部門全体、いや 12 月雇用統計自体を規定したことが分かる。この余暇・娯楽をさらに掘り下げると、宿泊・外食 (Accommodation and food services) が同▲39.6 万人であり、そのほぼ全て (同▲37.2 万人) が外食だった。12 月雇用統計のヘッドラインの弱さは外食産業に起因するものであると言って差し支えないだろう。日本も外食産業への負担集中が耳目を集めているが、これは米国も同様である。

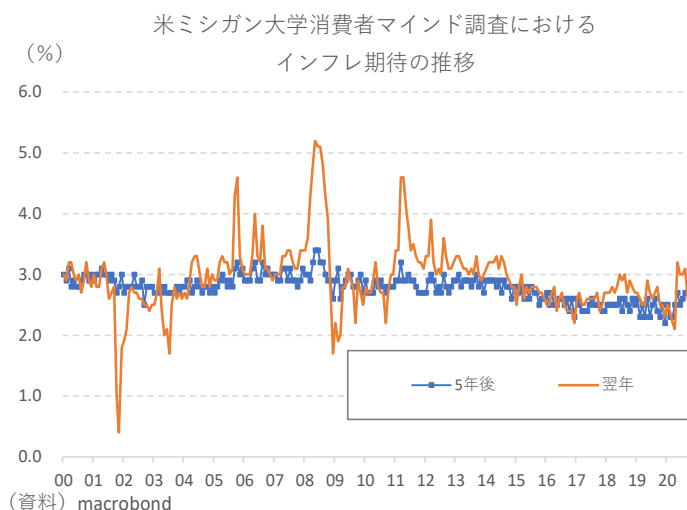
～20 年の雇用喪失は過去最大に～

2020 年通年の雇用喪失は▲937.4 万人となり、もちろん過去最悪である。図は本欄で定期的にチェックしている景気の「山」から何か月後にどれほどの雇用増減があったのかを過去振り返ったものである。今回の「山」は 2020 年 2 月ゆえ、3 月から 12 月までの 10 か月間が今回の不況で失われた雇用となる。これは▲983.9 万人に



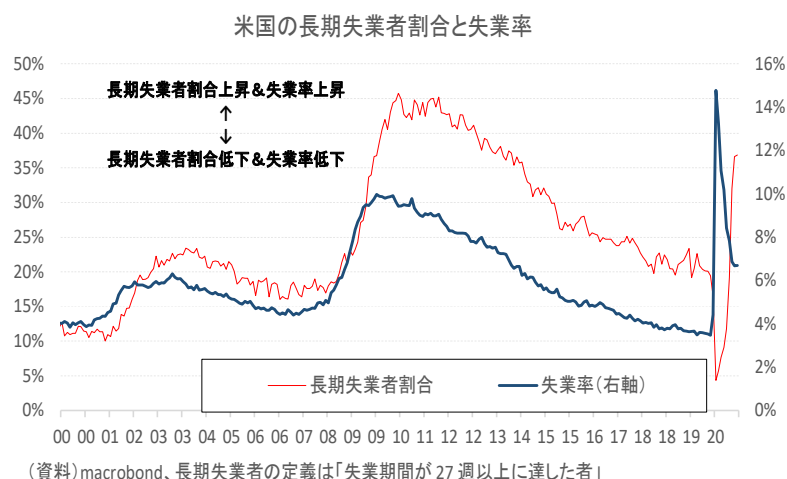
達しており、リーマンショックを伴う 2007 年 12 月を「山」とする景気後退局面で記録した▲869.4 万人(2010 年 2 月)を優に上回っている。そもそも、2007 年 12 月から 2010 年 2 月は 26 か月間あった。今回はその半分以上の 10 か月間でさらに多くの雇用が失われており、実体経済が被ったショックは当時の比ではない。過去の本欄でも議論したが、前回を例に取れば▲869.4 万人が完全に復元されたのが 2014 年 5 月、すなわち「山」から 77 か月目の出来事だった。現在、「山」から 10 か月経過しても▲983.9 万人失われていることを踏まえると、暗澹たる気持ちになる。

こうした壊滅的な雇用・賃金情勢がインフレ期待の下押しに繋がってくる可能性は心配したい。現状、ブレイクイーブンインフレ率(BEI)で見る市場ベースのインフレ期待は急騰しているものの、こうしたショックが人々の抱くインフレ期待を腰折れさせる懸念はある。その意味で市場ベースのインフレ期待ではなく調査ベースのインフレ期待なども併せて評価すべきであろう。この点、例えばミシガン大学消費者マインド調査におけるインフレ期待は過去 1 年を振り返ってみても 2.5%前後で安定しているが、これからもそうである保証はない。水準自体が切り下がっているわけではないが、2020 年のインフレ期待がややバタついていて印象もあり、これから不安定化する兆候なのかもしれない。



～完全に捻じれてしまった金融市場と実体経済の現状～

過去の本欄¹でも強調したが、中長期的に考えれば、米国経済への労働投入が細ることを意味する労働参加率の低下、その遠因となっている長期失業者割合の上昇が不安材料となる。12 月の長期失業者割合は 36.6% から 36.8% に上昇しており、1 年前(2019 年 12 月末)の 20.1%からは 15%ポイント以上上昇している。上述した誤分類や労働参加率の低下に応じてヘッドライン上の失業率は一見して改善傾向にあるものの、その傍ら



で長期失業者割合は上昇傾向にあることは忘れてはならない(図)。失業期間が長期化すれば労働意欲は低下し、求職活動自体を投げ出してしまう層が出てくる(労働参加率低下はその結果だ)。

¹ 本欄 2020 年 12 月 7 日号『米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～』をご参照下さい。

労働投入量の低下は潜在成長率の低下、そしてこれに割り当てられるべき政策金利の低下にも繋がる。不況以前に、そもそもコロナ禍で物理的な求職活動が遮られているという事例もあるだろう。そのため、本来は長期的に失業しなくて良い層も長期失業者に入ってきている可能性はある。

金融市場の目線はバイデン新政権の追加刺激策に注がれており、雇用統計の悲惨な実勢は殆ど材料視されていない。いや、「悲惨だから財政・金融緩和が続くので株買い」という解釈がまかり通っているようにすら見える。もちろん雇用は遅行系列ゆえ、金融市場がその改善を待つ必要はないが、裏で起きている実体経済の悪化から目を背けるべきではない。実体経済の改善は金融市場ほどジャンプするものではなく、必然的に金融政策運営も遅々たる歩みが前提になる。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りがさす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動と EU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版